

Komentarz Ekonomiczny

Mocna końcówka roku w polskiej gospodarce

Bartosz Białas, tel. 517 881 807, bartosz.bialas@santander.pl

Adrian Domitrz, tel. 571 664 004, adrian.domitrz@santander.pl

Marcin Łuziński, tel. 510 027 662, marcin.luzinski@santander.pl

Grzegorz Ogonek, tel. 609 224 857, grzegorz.ogonek@santander.pl

Grudniowe dane o produkcji w przemyśle i budownictwie okazały się znacznie lepsze od prognoz, wskazując, że kondycja polskiej gospodarki na przełomie roku była bardzo dobra, pomimo wciąż trudnego otoczenia międzynarodowego. Wzrost płac w sektorze firm również mocno zaskoczył, wyraźnie przyspieszając w końcówce roku po kilku miesiącach szybszego od prognoz hamowania. Trzeba oczywiście pamiętać, że grudzień jest miesiącem szczególnym, m.in. ze względu na wypłaty nagród rocznych w części firm, więc to przyspieszenie nie oznacza zapewne odwrócenia średnioterminowego trendu i w kolejnych miesiącach prawdopodobne jest jednak hamowanie wzrostu wynagrodzeń. Również w przypadku danych o produkcji kolejne miesiące przyniosą zapewne osłabienie rocznych dynamik. Niemniej, dużo lepsze od oczekiwań odczyty danych grudniowych znacząco zmniejszają w naszej ocenie argumenty za wznowieniem obniżek stóp procentowych już na najbliższym posiedzeniu Rady Polityki Pieniężnej na początku lutego. Ostatecznie o decyzjach RPP przesądzi zapewne zachowanie inflacji, ale na najbliższym posiedzeniu Rada nie będzie znała nowych danych w tym temacie. Nadal spodziewamy się jeszcze dwóch obniżek stóp o 25 pb w tym roku: w marcu i w maju.

Mimo dużo lepszych od prognoz grudniowych dynamik produkcji, widzimy lekkie ryzyko w dół dla naszego szacunku wzrostu PKB w IV kw. 2025 na poziomie 3,9% r/r, ze względu na słabsze odczyty poprzednich miesięcy.

Wzrost płac w grudniu wyraźnie powyżej prognoz

Wzrost płac w sektorze przedsiębiorstw przyspieszył w grudniu do 8,6% r/r z 7,1% r/r w listopadzie, wbrew naszym i rynkowym oczekiwaniom lekkiego spowolnienia do 6,9-7,0% r/r. W efekcie realny wzrost płac wzrósł z 4,4% do 5,7% r/r. Pozytywnie zaskoczyły wyniki w większości branż, a najsilniej w kierunku wyższej dynamiki oddziaływał odczyt w przetwórstwie przemysłowym (8,8% r/r po 7,3% w listopadzie) oraz transporcie i gospodarce magazynowej (13,8% vs 11,1% r/r poprzednio). Dynamika płac w przemyśle łącznie wyniosła 8,4% (po 6,4% miesiąc wcześniej), a w usługach 9,0% r/r (po 7,7% w listopadzie). Niespodziewanie wysoką dynamikę odnotowała branża energetyczna (13,0% r/r), dwucyfrowy wzrost notował także przemysł dostawy wody (10,8% r/r), a też sektor kultury, rozrywki i rekreacji (10,9% r/r) oraz pozostała działalność usługowa (13,7% r/r). Górnictwo zanotowało wzrost płac o 3,1% r/r, czyli nieco mniej niż 3,4% miesiąc wcześniej, jednak po spodziewaliśmy się w tym przypadku spadku przeciętnego wynagrodzenia z uwagi na efekt bazy i silniejszy od oczekiwań listopadowy wynik. Wzrost płac w całym SP z wyłączeniem sektora górnictwa wzrósł z 7,3% r/r do 9,0% r/r, co jest najwyższym odczytem od kwietnia ub.r.

W skali całego minionego roku przeciętna dynamika płac w SP wyniosła 8,1% r/r. Wynik ten powoduje, że nieco podnosi się także nasza prognoza wynagrodzenia w całej gospodarce narodowej. Dane za IV kw. 2025 r., które poznamy 9 lutego, mogą wg naszych szacunków pokazać nieco ponad 8% wzrostu r/r. Oznacza to, że w całym ub.r. wzrost płac wynosił ok. 8,5-8,6% r/r.

Oczekujemy, że w bieżącym roku niska inflacja wraz z niską 3-procentową podwyżką płacy minimalnej i równie niską indeksacją wynagrodzeń sfery budżetowej założoną w ustawie budżetowej przyczynią się do stopniowego spowalniania wzrostu płac w kierunku 6% r/r pod koniec 2026 r.

Zatrudnienie lekko w dół, ale dynamika roczna w górę

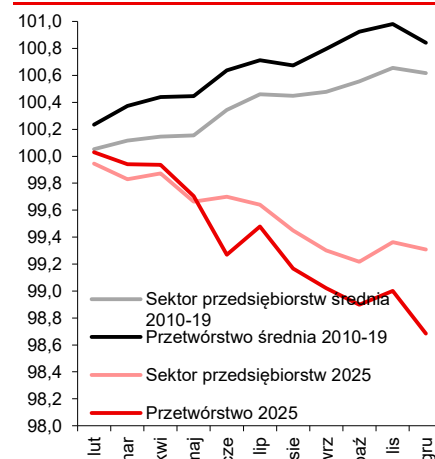
Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw spadło w listopadzie o 0,7% r/r wobec spadku o 0,8% miesiąc wcześniej, zgodnie z naszą i rynkową prognozą. Tym samym był to najwyższy odczyt w całym 2025 r. W ujęciu miesięcznym liczba etatów spadła w grudniu o 4 tys., tj. o

Płace i zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw, styczeń = 100



Źródło: GUS, Santander

Departament Analiz Ekonomicznych:

al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa
email: ekonomia@santander.pl
www.santander.pl/serwis-ekonomiczny
Piotr Bielski 691 393 119
Bartosz Białas 517 881 807
Adrian Domitrz 571 664 004
Marcin Łuziński 510 027 662
Grzegorz Ogonek 609 224 857

0,1%. Zatrudnienie spadło przede wszystkim w przetwórstwie przemysłowym (o 7,4 tys.), co częściowo rekompensowane było wzrostami w sektorze administrowania i działalności wspierającej (+3,4 tys.) oraz handlu i naprawy pojazdów (+1,7 tys.).

W kolejnych miesiącach spodziewamy się stopniowej lekkiej poprawy popytu na pracę w sektorze przedsiębiorstw. Istotnie na trajektorii danych może zaważyć styczniowy odczyt, w którym zwyczajowo GUS dokonuje corocznej korekty danych, wynikającej z aktualizacji próby badanych przedsiębiorstw, ich klasyfikacji pod względem PKD i klasy wielkości firmy, a także z weryfikacji faktycznego stanu zatrudnienia w rejestrach administracyjnych, w szczególności w danych ZUS. Przy braku istotnej korekty z tym związanej spodziewamy się osiągnięcia lekko dodatniej dynamiki zatrudnienia pod koniec br.

Produkcja przemysłowa mocno w górę, ale to częściowo zaburzenia świąteczne

Grudniowa produkcja przemysłowa wyraźnie przekroczyła oczekiwania, wzrastając aż o 7,3% r/r w porównaniu z naszymi i rynkowymi prognozami na poziomie blisko 3,0% r/r oraz -1,1% r/r w listopadzie. W ujęciu sezonowym produkcja wzrosła o 2,1% m/m.

W grudniu przemysł powrócił tym samym do pozytywnej passy, przerwanej rozczarującym listopadem. Zmiana produkcji w ujęciu miesięcznym w grudniu (-0,1% m/m) była najmocniejsza od lat, podczas gdy w listopadzie (-9,3% m/m) była z kolei najłagodniejsza od lat. Podobny wzorec można zaobserwować w niemal wszystkich podsektorach, w tym np. w produkcji żywności, odzieży, chemikaliów, metali. W ujęciu szerokich ugrupowań przemysłowych mocne odbicie dynamiki rocznej zanotowano we wszystkich kategoriach, w tym najmocniejsze w dobrach związanych z energią (do 10,1% z -9,4% r/r w listopadzie) oraz w dobrach konsumpcyjnych trwałych (do 7,8% r/r z -8,2% r/r).

Naszym zdaniem zmienność wyników w ostatnich dwóch miesiącach świadczy o zaburzeniu w sezonowości, co mogło mieć związek z układem świąt w listopadzie i grudniu. W każdym razie, polski przemysł radzi sobie całkiem dobrze pomimo trudnej sytuacji gospodarczej w Niemczech, gdzie wzrost gospodarczy w zeszłym roku nieznacznie odróżniał się od zera. W 2025 r. polska produkcja przemysłowa wzrosła o 2,1% r/r (3,4% r/r w drugiej połowie 2025 r.) i uważamy, że w 2026 r. prawdopodobnie nieco przyspieszy.

W 2025 r. w ujęciu szerokich ugrupowań przemysłowych najlepiej radziły sobie produkcja dóbr inwestycyjnych (+7,5%) i konsumpcyjnych nietrwałych (+3,4%), a najłagodniej dóbr konsumpcyjnych trwałych (+0,1%) i dóbr związanych z energią (-9,1% r/r). Sektory eksportowe zanotowały nieznacznie wyższą stopę wzrostu (3,4%) niż skoncentrowane na rynku krajowym (2,0%). W ujęciu zaś pojedynczych sektorów błyszczały: produkcja pozostałych środków transportu (9,5%), metali (8,6%) i maszyn/urządzeń (8,1%), a słabo wyglądała produkcja napojów (-3,2%), urządzeń elektrycznych (-3,8%) oraz odzieży (-4,2%).

Produkcja budowlana powróciła do wzrostu

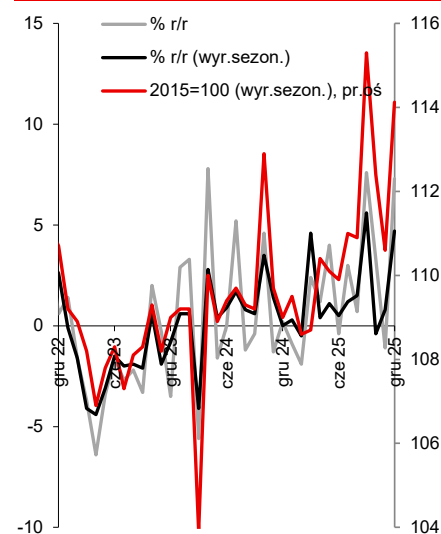
Dynamika produkcji budowlano-montażowej wzrosła w grudniu do 4,5% r/r z 0,1% r/r w listopadzie, przewyższając zarówno nasz szacunek wzrostu o 1,8% r/r, jak i konsensus rynkowy wskazujący na spadek o 1,0% r/r. Odbicie dynamiki produkcji wynikało z poprawy dynamik jej wszystkich podkategorii, w tym budowy budynków z 8,0% do 13,3% r/r, projektów inżynierii lądowej z -12,8% do -7,2% r/r i prac specjalistycznych z 18,9% do 23,0% r/r. W podziale według charakteru prowadzonych prac budowlanych, dynamika prac inwestycyjnych powróciła do dodatnich wartości, odbijając z -3,2% do 4,2% r/r, a dynamika prac remontowych spowolniła z 7,8% do 5,2% r/r.

Najnowsze dane potwierdzają naszą ocenę z ubiegłego miesiąca, zgodnie z którą spadek dynamiki produkcji budowlanej z 4,2% r/r w październiku do 0,1% r/r w listopadzie był jednorazowym odchyleniem od trwającego wciąż trendu wzrostowego. Poprawę wyników produkcji budowlanej wiążemy z rosnącym wykorzystaniem funduszy unijnych i odczytujemy ją jako sygnał rozpoczynającego się nowego cyklu inwestycyjnego.

Spodziewamy się, że w 2026 r. tempo wzrostu produkcji budowlano-montażowej może osiągnąć poziom dwucyfrowy (z zastrzeżeniem, że początek roku może być słabszy z uwagi na niekorzystne warunki pogodowe), wspierając dalsze przyspieszenie wzrostu inwestycji.

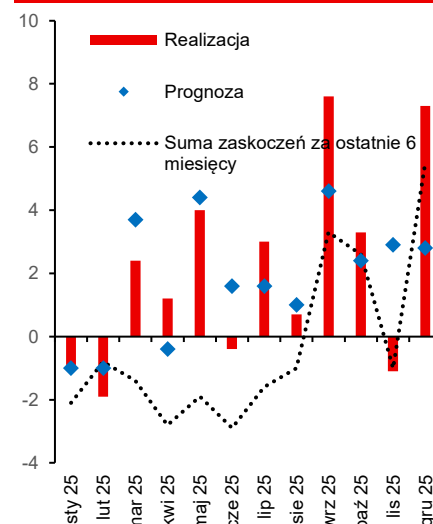
W skali całego 2025 r. produkcja budowlano-montażowa wzrosła o 0,4%, co wynika z faktu, że przez większość minionego roku albo ulegała spadkom w porównaniu rocznym, albo rejestrowała jedynie niewielkie stopy wzrostu. Widocznemu ożywieniu produkcja zaczęła ulegać dopiero w IV kw., w którym jej dynamika wyniosła 3,2% r/r. Niemniej, wynik produkcji

Produkcja przemysłowa



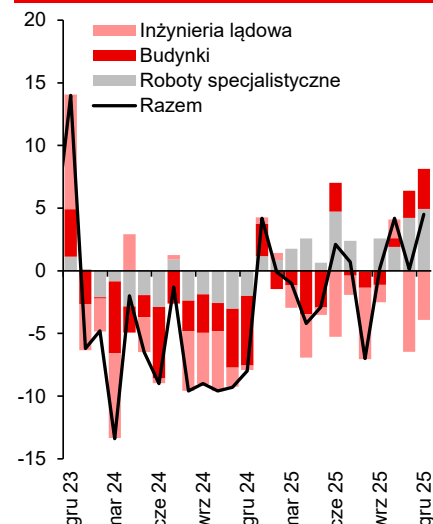
Źródło: GUS, Santander

Produkcja przemysłowa – prognozy (wg Parkietu) i realizacje, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Produkcja budowlana, dekompozycja, % r/r



Źródło: GUS, Santander

budowlanej w 2024 r. stanowi wyraźną poprawę względem spadku o 7,6% r/r zarejestrowanego w 2024 r.

Pierwsze sygnały ożywienia w budownictwie mieszkaniowym

Liczba mieszkań oddanych do użytkowania w grudniu ub. r. wyniosła 24,7 tys., a w porównaniu rok do roku wzrosła o 15,3%, co stanowi podobny wynik jak we wcześniejszych miesiącach. Widoczną poprawę odnotowała liczba wydanych pozwoleń na budowę, której dynamika odbiła z -8,8% r/r w listopadzie do 20,0% r/r w grudniu, a także liczba rozpoczętych budów, która wzrosła z -20,7% r/r w listopadzie do 4,2% r/r w grudniu. Dynamika liczby mieszkań pozostających w budowie kontynuowała spadek obserwowany od początku 2025 r. – jej stopa obniżyła się z 4,3% r/r w styczniu 2025 r. i 0,8% r/r w listopadzie do 0,4% r/r w grudniu.

Na przestrzeni całego minionego roku oddano do użytkowania 208,8 tys. mieszkań, czyli o 8,7 tys. (4,3%) więcej niż w 2024 r. Niemniej, 2025 r. był także rokiem wyraźnego spadku aktywności deweloperów – liczba wydanych pozwoleń wyniosła w nim 265,6 tys., o 25,7 tys. (8,8%) mniej niż w 2024 r., a liczba rozpoczętych budów była równa 212,4 tys., o 21,4 tys. (9,1%) poniżej wyniku z 2024 r.

Aktywność na rynku mieszkaniowym ulegała w ostatnich miesiącach osłabieniu. Kontynuacja spadku dynamiki mieszkań w budowie w grudniu sugeruje, że ten stan się nie zmienił. Poprawa pozostałych danych, w tym przede wszystkim dynamik wydanych pozwoleń i rozpoczętych budów, stanowi pozytywny sygnał dla perspektyw sektora, co w połączeniu z poprawiającym się popytem widocznym w danych kredytowych może przetożyć się, w perspektywie kilku kwartałów, na ponowny wzrost aktywność w budownictwie mieszkaniowym.

Lepsze nastroje w firmach

W styczniu wyrównane sezonowo wskaźniki nastrojów gospodarczych w praktycznie wszystkich sektorach polskiej gospodarki poprawiły się w porównaniu z grudniowym odczytem. W największym stopniu wzrósł indeks sytuacji w przemyśle: wzrost o 4 pkt i osiągnął najwyższy poziom od lipca 2021 r. Dość wyraźna poprawa nastąpiła też w branży HoReCa, branży finansowej i handlu detalicznej, nieco mniejsza w pozostałych branżach. Co ważne, na poprawę wskaźnika składała się zarówno składowa diagnostyczna indeksu, jak i prognostyczna. Za wyjątkiem handlu detalicznego, wszystkie badane sektory oceniały lepiej perspektywy swojego rozwoju niż miesiąc wcześniej. Wyniki styczniowego badania dobrze rokują na wyniki polskiej gospodarki w tym roku, w którym spodziewamy się solidnego wzrostu gospodarczego.

Lekka poprawa nastrojów konsumentów w styczniu

W styczniu nastroje wśród polskich konsumentów delikatnie się poprawiły. Wskaźnik oceny bieżącej sytuacji wzrósł o 0,3 pkt do -9,6 pkt, co oznacza poziom o ponad 6 pkt wyższy od średniej długookresowej. Wskaźnik oczekiwań również zwiększył się o 0,3 pkt, do -6,7 pkt, czyli znalazł się 11 pkt powyżej średniej długoterminowej.

Najsilniej wzrósł składnik opisujący skłonność do podejmowania dużych wydatków – o 1,9 pkt do -1,0 pkt – osiągając poziom najbliższy dodatnim wartościom od wybuchu pandemii w 2020 r. Jego wzrostowi towarzyszyło podobne w skali odbicie (o 1,7 pkt) składowej mierzącej zdolność i skłonność do oszczędzania, która przy poziomie 16,0 pkt ustanowiła nowe historyczne maksimum (dane zbierane od 2004 r.). Jednocześnie konsumenci wyrazili nieco większe obawy dotyczące bezpieczeństwa zatrudnienia (trzeci najniższy odczyt w ciągu ostatnich 12 miesięcy) oraz bieżącej sytuacji polskiej gospodarki (choć to jedynie odwrócenie nagłego grudniowego optymizmu w tej kategorii).

Odpowiedzi na pytania kwartalne zasygnalizowały nieco częstsze niż rok temu plany zakupu samochodu wśród konsumentów, ale jednocześnie nieco mniej wskazań na plany zakupu, budowy lub remontu mieszkań.

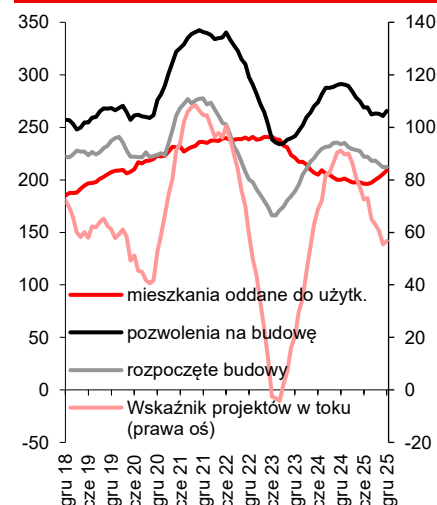
W styczniu wskaźnik oczekiwań inflacyjnych obniżył się trzeci miesiąc z rzędu, do najniższego poziomu od czerwca ubiegłego roku.

Styczniowe wyniki badania konsumentów są spójne z oczekiwanym przez nas umiarkowanym wzrostem konsumpcji w bieżącym roku, rzędu 3-4% r/r w ujęciu realnym.

Inflacja PPI poniżej prognoz

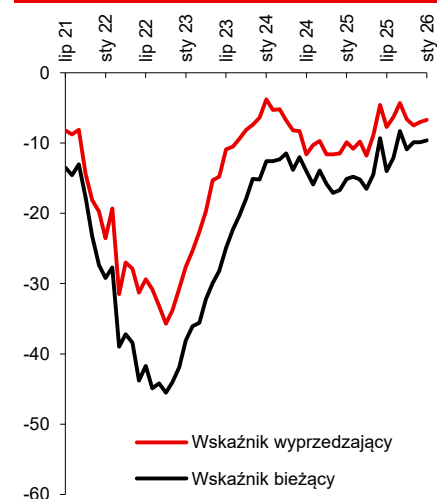
Inflacja PPI obniżyła się w grudniu do -2,5% r/r z -2,3% r/r w listopadzie (dane po rewizji z -2,4% r/r), wobec naszej i rynkowej prognozy -2,3% r/r. W ujęciu miesięcznym ceny obniżyły się o 0,4% m/m, w tym najmocniej w produkcji wyrobów farmaceutycznych (-1,6% m/m), wytwarzaniu koksu i produktów rafinacji ropy naftowej (-1,1% m/m) oraz w produkcji

Rynek mieszkaniowy, kroczące sumy 12-miesięczne, tysiące



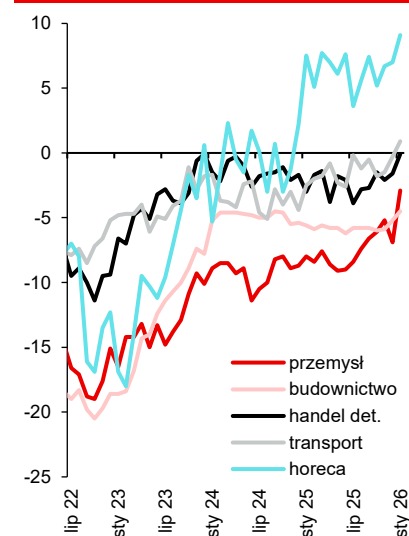
Źródło: GUS, Santander

Nastroje konsumentów, pkt



Źródło: GUS, Santander

Sektorowe wskaźniki ogólnego klimatu, SA

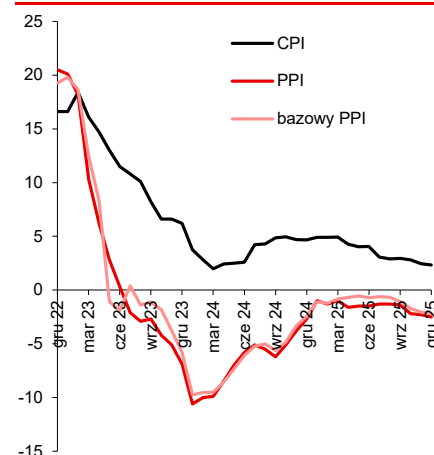


Źródło: GUS, Santander

artykułów spożywczych (-1,0% m/m). Inflacja PPI w ujęciu bazowym (bez cen górnictwa i przetwórstwa ropy naftowej) spadła do -2,2% r/r z -2,1% r/r i w ostatnich miesiącach zaczęła rysować się jej trend spadkowy.

Niższej inflacji PPI sprzyjały mocniejszy złoty, globalny spadek cen ropy oraz żywności. W ostatnich miesiącach inflacja PPI zaskakiwała w dół, co będzie sprzyjało niskiemu przebiegowi inflacji CPI w najbliższych kwartałach.

Wskaźniki cen, % r/r



Źródło: GUS, Santander

Niniejsza publikacja przygotowana przez Santander Bank Polska S.A. ma charakter wyłącznie informacyjny i nie stanowi oferty ani rekomendacji do zawarcia transakcji kupna lub sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego. Informacje przedstawione w niniejszej publikacji nie mają charakteru porad inwestycyjnych ani doradztwa. Podjęto wszelkie możliwe starania w celu zapewnienia, że informacje zawarte w tej publikacji nie są nieprawdziwe i nie wprowadzają w błąd, jednakże Bank nie gwarantuje dokładności i kompletności tych informacji oraz nie ponosi odpowiedzialności za wykorzystywanie tych informacji oraz straty, które mogły w konsekwencji tego wyniknąć. Prognozy ani dane odnoszące się do przeszłości nie stanowią gwarancji przyszłych cen instrumentów finansowych lub wyników finansowych. Santander Bank Polska S.A. jego spółki zależne oraz którykolwiek z jego lub ich pracowników mogą być zainteresowani którąkolwiek z transakcji, papierów wartościowych i towarów wymienionych w tej publikacji. Santander Bank Polska S.A. lub jego spółki zależne mogą świadczyć usługi dla lub zabiegać o transakcje z którąkolwiek spółką wymienioną w tej publikacji. Niniejsza publikacja nie jest przeznaczona do użytku prywatnych inwestorów. Klienci powinni kontaktować się z analitykami Banku oraz przeprowadzać transakcje poprzez jednostki Santander Bank Polska S.A. w jurysdykcjach swoich krajów, chyba że istniejące prawo zezwala inaczej. W przypadku tej publikacji zastrzeżone jest prawo autorskie oraz obowiązuje ochrona praw do baz danych. W sprawie dodatkowych informacji, dostępnych na życzenie, prosimy kontaktować się z: Santander Bank Polska S.A., Pion Zarządzania Finansami, Departament Analiz Ekonomicznych, al. Jana Pawła II 17, 00-854 Warszawa, Polska, telefon 22 534 1887, e-mail: ekonomia@santander.pl, www.santander.pl